

Tilburg University

'Dubai Debt Crisis'

Salah, O.

Published in:
WPNR: Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie

Publication date:
2010

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Salah, O. (2010). 'Dubai Debt Crisis': Enkele privaatrechtelijke aspecten van de 'Nakheel Sukuk'. *WPNR: Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie*, 141(6838), 271-272.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

‘Dubai Debt Crisis’: enkele privaatrechtelijke aspecten van de ‘Nakheel Sukuk’¹

Mr. Omar Salah²

Op 25 november 2009 schokte Dubai World de wereld met het verzoek tot uitstel van betaling van haar schulden ter waarde van USD 26 miljard tot mei 2010. Het verzoek leidde tot veel onrust op de internationale kapitaalmarkten en al snel werd gesproken van de ‘*Dubai Debt Crisis*’. Een belangrijk onderdeel van deze schulden vormde de zogeheten ‘*Nakheel Sukuk*’ ter waarde van USD 4 miljard welke op 14 december 2009 terugbetaald moest worden. Deze *sukuk* was uitgegeven door Nakheel, het bedrijf dat verantwoordelijk was voor de bouw van de tot de verbeelding sprekende palmeilanden in Dubai. De markt voor Islamitisch financieren, welke tot november 2009 relatief goed bestand was gebleken tegen de invloeden van de kredietcrisis, werd in november 2009 alsnog geraakt. Analyses van de advocaten van Dubai World en haar crediteuren riepen al snel de vraag op of de houders van de *sukuk* de bescherming zouden hebben die zij aanvankelijk verwachtten. Zoals uit de structuur van de ‘*Nakheel Sukuk*’ blijkt, rijzen door het gebruik van de financieringsstructuren die in dergelijke transacties vaak toegepast worden enkele juridische vragen, die vanuit privaatrechtelijk perspectief in het bijzonder interessant kunnen zijn.

De Islamitische financieringssector heeft de afgelopen jaren een ongekeerde groei doorgemaakt. De markt voor Islamitisch financieren in 2009 toonde een groei van 28,6 % en bereikte daarmee een record van USD 822 miljard aan activa.³ Islamitisch financieren is in wezen vergelijkbaar met conventioneel bankieren, behalve dat Islamitische financieringstransacties *Shari’a*-conform behoren te zijn.⁴ Binnen Islamitische financieringstransacties is (i) het vragen van rente verboden (het *riba*-verbod), (ii) moet onzekerheid zoveel mogelijk vermeden worden (het verbod op *gharar*) en (iii) zijn speculeren en gokken niet toestaan (de verboden op *mayseer* en *qimar*). Dat heeft een aantal gevolgen

¹ Dit is een postprint (finale versie) van het inmiddels reeds gepubliceerde artikel in het Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie, zie O. Salah, ‘‘Dubai Debt Crisis’’: enkele privaatrechtelijke aspecten van de ‘Nakheel Sukuk’’, *WPNR* 2010-6838, p. 271-272.

² Als promovendus op het gebied van Islamitisch financieren verbonden aan de Rechtenfaculteit van de Universiteit van Tilburg (O.Salah@uvt.nl).

³ The Banker & HSBC Amanah, *Top 500 Islamic Financial Institutions*, TheBanker.com
<<http://top500islamic.thebanker.com/index.cfm?fuseaction=top500.home&CFID=1053940&CFTOKEN=10177553>>

⁴ Voor een kort en duidelijk overzicht in het Islamitisch financieren, zie: R.P.J.L. Tjittes, ‘Islamitisch financieren in Nederland’, *RM THEMIS* 2008-4, p. 136.

voor de wijze waarop *Shari'a*-conforme financieringen gestructureerd worden. Het *riba*-verbod is daarbij het belangrijkste verbod. Nu het maken van winst gestimuleerd wordt binnen de Islam, terwijl het vragen van rente verboden is, wordt dit ondervangen met het concept van winst-en-verliesdeling dat een prominente rol inneemt binnen Islamitisch financieren. Eén van de belangrijkste Islamitisch financiële producten is *sukuk*. In het vervolg van deze bijdrage bespreek ik kort de gevolgen van de *Shari'a*-vereisten voor het structureren van een *sukuk*-transactie aan de hand van de 'Nakheel *Sukuk*'. Hierbij zal ik met name de privaatrechtelijke aspecten van de structuren bespreken.

Alhoewel *sukuk* vaak vertaald wordt als een Islamitische obligatie, verschilt de structuur van een uitgifte van *sukuk* op belangrijke onderdelen van een conventionele obligatiestructuur. In het verlengde van het *riba*-verbod ligt het verbod op het handel in vorderingen (*bai al-dayn*). Dit betekent dat er altijd onderliggende tastbare activa aanwezig moeten zijn in *sukuk*-transacties. De ratio hiervan is dat er in dat geval gehandeld wordt in die tastbare activa en niet (uitsluitend) in de vorderingen zelf. De *sukuk*-houders moeten een bepaalde mate van eigendom verwerven in de onderliggende tastbare activa om de *sukuk* op de internationale kapitaalmarkten te kunnen verhandelen. Volgens de *Shari'a*-geleerden dragen de *sukuk*-houders in dat geval bij overdracht van hun vordering (tevens) eigendom in tastbare activa over. Het verbod op handel in vorderingen (*bai al-dayn*) wordt dan niet overtreden. In de praktijk probeert men aan het vereiste van (een bepaalde mate van) eigendom voor de *sukuk*-houders te voldoen door de *sukuk*-houders een of andere variant van *beneficial ownership* met betrekking tot de onderliggende activa toe te kennen. Beide vereisten ((i) aanwezigheid van tastbare activa (ii) waarbij de *sukuk*-houders een vorm van eigendom toekomt) kunnen duidelijk gemaakt worden aan de hand van de structuur van de 'Nakheel *Sukuk*'.

De uitgifte van de 'Nakheel *Sukuk*' vond plaats door gebruik van de *sukuk manfaa-ijarah* structuur.⁵ Dit betekent in essentie dat de instelling die op zoek is naar financiering (de *originator*), een *Special Purpose Vehicle* (SPV) opzet met wie het een *lease-and-lease-back* arrangement aangaat, bijvoorbeeld met betrekking tot onroerend goed. De *originator* leaset de relevante onderliggende tastbare activa aan het SPV. Dit is de hoofdleaseovereenkomst. In de 'Nakheel *Sukuk*' betrof dit een lease voor een periode van 50 jaar, waarbij het bedrag voor de

⁵ Er bestaan verschillende Islamitische contracten op basis waarvan een *sukuk*-structuur kan worden vormgegeven. Voor meer informatie over de verschillende Islamitische contractsvormen en de juridische inbedding ervan in het Nederlandse privaatrecht, zie: S.A.J. van Rossum, 'Islamitisch financieren onder Nederlands civiel recht', *Ondernemingsrecht* 2009-86, p. 360

hele leaseperiode door het SPV aan de *originator* volledig werd voldaan.⁶ De onderliggende tastbare activa betroffen een stuk land genaamd Dubai Waterfront in de ‘Nakheel *Sukuk*’. Op dat stuk grond zou een stad twee keer zo groot als het eiland Hong Kong gebouwd worden met wolkenkrabbers geschikt voor 1,5 miljoen inwoners, omringd door een 75 km lang kanaal.⁷ De benodigde financiering voor de betaling van het volledige leasebedrag voor de hele leaseperiode (van 50 jaar in dit geval) wordt in dergelijke transacties verkregen door de uitgifte van *sukuk*. De *sukuk*-houders krijgen niet alleen de *sukuk*-certificaten, maar worden tevens de *beneficial owners* van de onderliggende tastbare activa. Vervolgens leaset het SPV de onderliggende tastbare activa terug aan de *originator*. Dit is de subleaseovereenkomst. In het geval van de ‘Nakheel *Sukuk*’ betrof het hier een periode van 3 jaar.⁸ Gedurende deze periode wordt het SPV geacht de activa in beheer te houden voor de *sukuk*-houders; het SPV treedt hierbij op als *trustee* voor de *sukuk*-houders. Daarmee hebben deze *sukuk*-houders te gelden als de *beneficiaries*, de economisch gerechtigden met betrekking tot de onderliggende activa. Uit dien hoofde zijn zij dan ook gerechtigd tot de door de *originator* aan het SPV betaalde huurpenningen, die door het SPV doorbetaald worden aan de *sukuk*-houders. Aan het eind van de looptijd van de subleaseovereenkomst (van 3 jaar in dit geval) wordt de economische eigendom van de activa weer overgedragen aan de *originator* door beëindiging van de hoofdleaseovereenkomst. Met de opbrengst worden de *sukuk*-houders door het SPV afgelost.

Dit soort structuren roept enkele privaatrechtelijke vragen op, met name vanuit het perspectief van het goederen- en insolventierecht. Enkele belangrijke vragen zijn: (i) hoe de *beneficial ownership* van de *sukuk*-houders gerealiseerd kan worden binnen een jurisdictie; (ii) of er sprake kan zijn van een afgescheiden vermogen opdat de *sukuk*-houders geen last hebben van insolventie van het SPV en, zo niet; (iii) hoe de *trust assets* op andere wijze veilig gesteld kunnen worden ingeval van een eventueel faillissement van het SPV? Binnen de Islamitische financieringswereld heerste er al enige tijd onzekerheid over de vraag in hoeverre de *sukuk*-houders binnen de *sukuk* structuren daadwerkelijk (eigendoms)aanspraken hebben op de *trust assets* ingeval van een eventueel faillissement van het SPV. Enkele *Shari’a*-geleerden hadden de mening geuit dat er slechts in dat geval sprake kon zijn van een *Shari’a*-conforme structuur.

⁶ *Offering Circular* Nakheel Development Ltd., p. 10

<http://blogs.thenational.ae/economy_blog/Nakheel%20Development%201%20Prospectus.pdf>

⁷ A. Sakoui & R. Wigglesworth, ‘Waterfront washout tests law on *sukuk* restructuring’, *Financial Times*, London (UK) 3 december 2009

⁸ *Offering Circular* Nakheel Development Ltd., p. 10

<http://blogs.thenational.ae/economy_blog/Nakheel%20Development%201%20Prospectus.pdf>

Dit leidde tot een door Islamitisch financiële analisten gemaakte onderscheid in de literatuur tussen *asset-based sukuk* en *asset-backed sukuk*, waarbij in het laatste geval de *sukuk*-houders daadwerkelijk een (eigendoms)aanspraak zouden hebben op de *trust assets*. Mocht dat niet het geval zijn, dan zouden de *sukuk*-houders louter ongedekte crediteuren van het SPV zijn. Het verschil tussen conventionele obligaties en *sukuk* zou in dat geval nauwelijks nog bestaan. Experts op het gebied van Islamitisch financieren die hoopten op enkele antwoorden, keken dan ook met veel spanning naar de ontwikkelingen in Dubai.

Echter, de ontwikkelingen in Dubai lieten de vragen van de experts onbeantwoord. We kunnen voorlopig slechts gissen hoe dit in de praktijk gewerkt zou hebben, aangezien de eveneens tot de Verenigde Arabische Emiraten (VAE) behorende rijke oliestaat Abu Dhabi in december 2009 Dubai een lening verstrekke waarmee een deel van de schulden, waaronder de verplichtingen van de ‘Nakheel *Sukuk*’, terug betaald kon worden. De economieën van de zeven staten die gezamenlijk de VAE vormen zijn zo nauw verbonden met elkaar dat de zet van Abu Dhabi volledig begrijpelijk was, aangezien de situatie op de lange termijn de economie van Abu Dhabi en de andere vijf staten tevens zou beïnvloeden. Bovendien bleken de juridische knelpunten van de ‘Nakheel *Sukuk*’ meer te liggen in het rechtssysteem van Dubai (zo ontstond twijfel over de afdwingbaarheid van de keuze voor Engels recht als toepasselijk recht op de *sukuk* en de mogelijkheden een Engels vonnis in de VAE ten uitvoer te leggen), en niet zozeer in de structuren van de *Shari’a*-conforme financieringstransacties als zodanig.

Het bovenstaande laat duidelijk zien dat de noodzaak om aan de vereisten van de *Shari’a* te voldoen tot gevolg kan hebben dat er ingewikkelde juridische structuren noodzakelijk zijn die talloze interessante privaatrechtelijke vragen oproepen. Dat speelt te meer wanneer de vraag wordt gesteld of Nederlands recht zich leent voor het structureren van dergelijke transacties. Een belangrijke vraag daarbij lijkt te zijn of het mogelijk is om naar Nederlands recht te bewerkstelligen dat de *sukuk*-houders *beneficial ownership* van de onderliggende activa verkrijgen. In het verlengde hiervan ontstaan vragen naar het bestaan van mogelijke Islamitisch financiële truststructuren en de spanning tussen deze structuren met het fiducia-verbod van art. 3:84 lid 3 BW. Voorts is het van belang te onderzoeken in hoeverre de *trust assets* veilig gesteld kunnen worden tegen een eventueel faillissement van het SPV, aangezien we in beginsel in Nederland geen afgescheiden vermogen kennen, nu conform art. 3:276 BW een schuldeiser zijn vordering op alle goederen van zijn schuldenaar kan verhalen, tenzij de

wet of een overeenkomst anders bepaalt. Daarbij moet worden bedacht dat het hierboven besproken geval slechts één van de veertien mogelijke *sukuk*-structuren is. Vergelijkbare vragen ontstaan er bij de overige dertien structuren. Dergelijke privaatrechtelijke vragen verdienen de aandacht van nader onderzoek.